



Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Oslo, 1. oktober 2010

Deres ref
09/4502 AG/KrR

Høring – forslag til ny verdipapirfondlov og forskrift

1

Det vises til departementets høringsbrev datert 30. juni 2010.

Som vi tidligere har gitt uttrykk for, er det etter vår oppfatning en god arbeidsmåte at regelverksutviklingen skjer i et nært samspill mellom myndighetene, bransjen, forbrukerorganisasjoner og andre viktige interessenter. På denne måten beredes grunnlaget for en felles virkelighetsforståelse, noe vi mener er viktig for å få til en god regelutviklingsprosess. Vi er derfor glad for at departementet etterkom vårt ønske om å etablere en bredt sammensatt arbeidsgruppe med mandat å utarbeide forslag til ny verdipapirfondlov.

Arbeidsgruppen har utført et solid arbeid og har etter vår vurdering levert et meget godt forslag til en ny og fremtidsrettet verdipapirfondlov. Vi har derfor ingen problemer med å slutte oss til samtlige av de forslag som arbeidsgruppen fremmer. Når det gjelder forslagene hvor det er dissens blant arbeidsgruppens medlemmer, støtter vi gjennomgående flertallets forslag, jf. nærmere drøftelse under.

2

Andelsklasser

Arbeidsgruppens flertall foreslår at loven åpner opp for at det kan opprettes andelsklasser etter nærmere regler gitt av departementet. Flertallet viser til de vurderinger som er gjort av danske myndigheter i tilknytning til at det ble åpnet for andelsklasser i Danmark i 2008, og legger til grunn at de samme vurderinger også er relevante i forhold til norske verdipapirfond. Vi deler dette synet, og er samtidig grunnleggende enig i flertallets analyse om at en adgang til å etablere andelsklasser kan bidra til en mer kostnadseffektiv forvaltning – noe som også må antas å komme andelseierne til gode.

Adgang til å etablere andelsklasser, kombinert med muligheten til å fusjonere verdipapirfond, innebærer, som flertallet påpeker, at det blir lettere å kunne utnytte relevante stordriftsfordeler. Adgang til å etablere andelsklasser vil dessuten bidra til å styrke konkurranseevnen for den norske bransjen i det europeiske markedet (hvor bruk av andelsklasser er vanlig). Vi minner i den forbindelse om at implementeringen av UCITS IV innebærer at det nå legges til rette for at det skal kunne etableres verdipapirfond i annen stat enn der forvaltningsselskapet er etablert. Uten adgang til å etablere andelsklasser i norske verdipapirfond, vil det gi sterke incentiver for norske fondsforvaltningsselskaper til å velge

andre land som registreringssted for fondet. Et fortsatt forbud mot andelsklasser i Norge vil således ikke medføre at norske andelseiere "forskånes" mot andelsklasser, men kun at dette er noe de møter gjennom (økende) grensekryssende salg via fondsjurisdiksjoner hvor det er adgang til å etablere andelsklasser. Vi minner om at det allerede i dag er en rekke utenlandsregistrerte verdipapirfond med andelsklasser som aktivt markedsføres i Norge. I den forbindelse viser vi til at det nå ligger an til at det også i Sverige vil bli innført adgang til å etablere andelsklasser. Dette vil ytterligere bidra til å forsterke den trenden som beskrevet over.

På denne bakgrunn er Verdipapirfondenes forening sterk tilhenger av at det åpnes opp for å kunne etableres andelsklasser også i norske verdipapirfond. Etter vår vurdering er det et veldokumentert behov for en slik regelverksendring, jf. over. Vi viser dessuten til Konkurransetilsynets høringsuttalelse hvor følgende uttales:

"Konkurransetilsynet mener prinsipielt at en for å sikre like vilkår for markedstilgang og dermed stimulere konkurransen, bør søke å unngå særnorske regler. Det er derfor i utgangspunktet hensiktsmessig at norsk rett bringes i samsvar med rettsstilstanden i flesteparten av de øvrige europeiske landene på dette området ved at andelsklasser også tillates for norske verdipapirfond.

På denne bakgrunn mener Konkurransetilsynet at det bør foreligge gode grunner for at andelsklasser i fond ikke skal tillates. Mindretallets begrunnelse for å nekte innføring av hjemmel for andelsklasser er hovedsakelig at konsekvensene av en slik adgang ikke er tilstrekkelig utredet og at virkningen av endringen av forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse 1. januar 2010 bør avvantes før det innvilges ytterligere unntak fra prinsippet om at hver andel gir lik rett i fondet. Konkurransetilsynet stiller spørsmål ved om de anførte begrunnelser er tilstrekkelig tungtveiende."

Disse vurderingene slutter vi oss til.

Når det gjelder mindretallets anførsler om å avvente vurderingen inntil man ser virkningen av den siste endringen i forskriften om differensiert forvaltningsgodtgjørelse, viser vi til at denne forskriften – både før og etter den siste justeringen – oppleves som administrativt krevende for forvaltningsselskapene. Det er derfor svært få selskaper som har valgt å benytte seg av den adgangen til differensiering som denne forskriften gir. I stedet har selskapene valgt å bruke dupliserende fond (skyggefond) for å differensiere forvaltningsgodtgjørelsen. Vi ser ingen tegn til at denne situasjonen endrer seg som følge av den siste forskriftsjusteringen. Andelsklasser representerer derimot et administrativt enkelt og kostnadsmessig effektivt hjelpemiddel for å kunne holde styr på differensierte forvaltningsgodtgjørelser. I tillegg gir andelsklasser, som nevnt i arbeidsgruppens rapport, rom for fleksibilitet langs flere andre parametre enn forvaltningshonorar, noe som bidrar til at fondsproduktet blir mer kundevennlig og dermed konkurransedyktig. Det vil derfor være en relativt stor konkurransemessig ulempe for norsk fondsbransje dersom det fortsatt skal være forbudt å etablere andelsklasser.

Dersom det innføres adgang til å etablere andelsklasser, bør det samtidig vurderes justeringer i lovutkastet § 4-3 annet ledd, jf. at prinsippet om at hver andel gir en stemme ikke nødvendigvis vil være riktig for et verdipapirfond med andelsklasser.

Utlån av verdipapirfonds finansielle midler

En samlet arbeidsgruppe viser til at gjeldende forskriftskrav om at et verdipapirfond maksimalt kan låne ut fem prosent av fondets eiendeler til samme "mellommann eller motpart", er vanskelig å forstå. Arbeidsgruppen viser til at kravet til medvirkning fra verdipapirforetak eller oppgjørssentral medfører at forvaltningsselskapet ikke vil vite hvem motparten i lånetransaksjonen er. At gjeldende forskrift også inneholder en motpartsbegrensning, framstår derfor som en inkurie. Arbeidsgruppen foreslår derfor at begrensningen mot motpart fjernes fra forskriften, og at det kun skal være begrensning på mellommann. Dette forslaget slutter vi oss til.

Vi er videre fornøyd med at bransjen har fått gjennomslag i arbeidsgruppen for vår mangeårige påpekning om at dagens begrensning på maksimalt fem prosent av fondets eiendeler som kan lånes ut gjennom samme verdipapirforetak, er unødig streng. En heving av denne grensen er helt avgjørende for at utlånsvirksomhet i mange sammenhenger vil være lønnsomt. Særlig for verdipapirfond med en forholdsvis passiv investeringsstrategi (indeksfond), vil utlån ofte være den eneste måten det er mulig å skape meravkastning på.

Vi registrerer at mindretallet mener det ikke er tilstrekkelig utredet hvilke rettigheter verdipapirfondet har til sikkerheten ved en eventuell konkurs hos låntaker eller verdipapirforetak. I den forbindelse vil vi minne om at vurdering av motpartsrisiko er noe et forvaltningsselskap løpende gjør i all sin forvaltning. Dette er noe som gjøres uavhengig av om disposisjonene på vegne av fondet gjennom et verdipapirforetak omhandler kjøp og salg av finansielle instrumenter eller utlån. Som flertallet påpeker, stilles det konkrete krav til sikkerhet ved utlån gjennom et verdipapirforetak, og utlån er dermed i større grad sikret enn andre transaksjoner gjennom det samme verdipapirforetaket. Hertil kommer at utlån av finansielle instrumenter er en typisk lavmarginsforretning som foregår mellom profesjonelle aktører. Dette gjenspeiler at risikoen forbundet med utlån vurderes som liten. Det bør derfor kunne legges til grunn at det ikke vil være forretningsmessig interessant å låne ut finansielle instrumenter, dersom ikke sikkerheten rundt transaksjonen vurderes som betryggende av den som låner ut.

I denne sammenheng vil vi minne om at utlån av verdipapirer etter hvert er blitt svært utbredt i det globale kapitalforvaltningsmiljøet, jf. også Statens pensjonsfond utlands aktiviteter på dette området. Dette avspeiler at utlån av verdipapirer er blitt et aktivitetsområde som foregår gjennom betryggende rutiner.

Som vist til i arbeidsgruppens rapport, er krav til sikkerhet allerede noe som følger av de standardiserte låneavtalene som benyttes i markedet i dag. Sikkerhet stilles normalt ved overføring av eiendomsrett til penger eller finansielle instrumenter. Når sikkerhet stilles i form av penger, vil sikkerhet normalt utgjøre 105 % av verdien på de lånte finansielle instrumentene. Når sikkerhet stilles i form av overdragelse av eiendomsrett til finansielle instrumenter, vil nivået på sikkerhet avhenge av volatilitet og likviditet på de sikringsoverdratte instrumentene. Sikkerheten er gjenstand for daglig marginering.

Hovedhensynet bak reguleringen av verdipapirfonds utlån av finansielle instrumenter er å sikre at fondet har betryggende sikkerhet for de papirene som lånes ut. Så lenge fondet har denne sikkerheten, er det av liten betydning om det er x eller y prosent av fondets midler som er lånt ut via det samme verdipapirforetaket. Dette er, slik vi forstår det, bakgrunnen for at det ikke gjelder noen begrensning for verdipapirfonds utlån som formidles gjennom oppgjørssentral (utover begrensningen for hvor stor andel av fondet som kan lånes ut). Vår

prinsipale tilrådning er derfor at den gjeldende begrensningen for hvor stor andel av fondets midler som kan lånes ut via samme verdipapirforetak, erstattes av et krav til sikkerhetsstillelse ved utlån av finansielle instrumenter fra verdipapirfond. Et slikt krav kan baseres på verdipapirhandelloven § 10-5. En slik endring vil bringe den norske reguleringen av verdipapirfonds utlån mer på linje med hva man finner i andre europeiske land.

Vi vil samtidig tilrå at arbeidsgruppen som nå jobber med å utarbeide en ny samleforskrift til verdipapirfondloven, går nærmere gjennom forskriftsbestemmelsene om utlån.

Subsidiært vil vi støtte forslaget fra arbeidsgruppens flertall om å øke grensen for hvor stor andel av fondets eiendeler som kan lånes ut gjennom samme verdipapirforetak, fra dagens fem prosent til 20 prosent.

Rammer for nasjonale fond

Arbeidsgruppens flertall skriver at de senere års markedsutvikling har vist at det er grunnlag for andre typer nasjonale verdipapirfond enn det loven åpner for i dag. Flertallet mener at når det er etterspørsel etter nye produkter innenfor rammen av verdipapirfondloven, så bør det åpnes for det. Flertallet viser til at verdipapirfondloven inneholder forbrukerbeskyttende elementer som krav til depotmottaker, krav til rapportering, mv. og at dette bidrar til sikkerhet rundt fondsproduktet. Flertallet mener derfor at hvis tilbydere av spareprodukter ønsker å organisere produktet som verdipapirfond framfor andre juridiske innpakninger (for eksempel aksjeselskap eller ansvarlig selskap) så bør regelverket ikke stenge for dette. Dette er vi helt enige i.

Konkret foreslår arbeidsgruppens flertall at det bør åpnes for at det kan gjøres unntak fra reglene om tegning og innløsning slik at det skal være mulig å få godkjent en fondskonstruksjon hvor det er en begrenset tegningsperiode og deretter lukking i inntil fem år. Videre foreslår arbeidsgruppens flertall at det også bør være adgang til å etablere verdipapirfond som retter seg mot en bestemt krets av personer. Vi slutter oss til begge disse forslagene.

Fra vårt ståsted har vi vanskelig for å se hva man ønsker å oppnå med en fortsatt streng praktisering av hvilke fondskonstruksjoner som kan godkjennes som nasjonale fond, slik mindretallet foreslår. Resultatet av dette vil bli at ulike produktideer dermed pakkes og tilbys på markedet i andre legale innpakninger enn verdipapirfond. Både fra et myndighetsperspektiv, men i første rekke fra et forbrukerperspektiv, har vi svært vanskelig for å se hvorfor dette skulle være ønskelig. Vår vurdering er at den typiske massemarkedskunden ikke ser de forbrukerbeskyttende egenskapene som et verdipapirfond er underlagt, sammenlignet med andre legale innpakninger. I en slik situasjon mener vi at bør legges til rette for at flere produktideer også kan tilbys gjennom et velregulert verdipapirfond, med den transparens og øvrige forbrukerbeskyttende elementer som dermed automatisk inntreffer.

3

Departementet ber i høringsbrevet også om merknader til enkelte utvalgte punkter i arbeidsgruppens forslag. Verdipapirfondenes forening vil i tilknytning til disse punktene bemerke følgende:

Andelseiermøte – vedtektsendringer

En samlet arbeidsgruppe foreslår at Finanstilsynet ikke lenger skal vurdere hvorvidt en vedtektsendring er i andelseiernes interesse, men godkjenne alle søknader dersom de foreslåtte lovkravene til prosedyrer er oppfylt. Forslaget innebærer at alle vedtektsendringer, med unntak av navneendringer, skal ha samtykke fra minst 75 prosent av andelene som er representert på andelseiermøtet. I tillegg foreslås det en videreføring av dagens krav om at flertallet av de andelseiervalgte styremedlemmene må ha stemt for forslaget. Prosedyren innebærer videre at andelseierne skal informeres om endringen samt ha rett til gebyrfri innløsning i en periode fram til gjennomføringen.

Vi legger i likhet med arbeidsgruppen til grunn at andelseiernes interesse i tilknytning til vedtektsendringer kan ivaretas bedre gjennom informasjon om medbestemmelsesprosedyrer og rett til gebyrfri innløsning, enn gjennom dagens myndighetsprøving. Vi er enige med arbeidsgruppen at de foreslåtte reglene vil gi andelseierne økt innflytelse og dermed bidra til at andelseiernes interesse ivaretas bedre.

Vi viser også til at arbeidsgruppen legger vekt på at prosedyrene for vedtektsendringer og fusjoner bør være like. Dette er vi helt enig i. Prosedyrene i tilknytning til fusjoner er konkret beskrevet i direktivet, og det gis svært begrensede muligheter for nasjonale tilpasninger. Direktivet gir imidlertid adgang til å definere andre prosedyrer for vedtektsendringer enn for fusjoner, men vi kan ikke se hvilke argumenter som eventuelt skulle tilsi at dette bør gjøres. Hertil kommer at ulike prosedyrer lett vil kunne omgås (gjennomføre en vedtektsendring gjennom å fusjonere med et annet fond).

Vi slutter oss derfor til arbeidsgruppens forslag til prosedyrer i tilknytning til vedtektsendringer. For bransjens del representerer dette et framtidsrettet regelverk som gir en etterlenget fleksibilitet som er nødvendig for å kunne møte endrede markedsforhold, noe vi mener også vil være til andelseiernes beste. I denne sammenheng er det grunn til å minne om at finansmarkedene hele tiden videreutvikles, slik at gamle vedtektsordlyder kan ha blitt uhensiktsmessige og lite heldige også sett fra andelseiernes ståsted. Etter vår vurdering representerer arbeidsgruppens forslag en god balanse mellom på den ene side hensynet til bransjens legitime behov for fleksibilitet og på den annen side hensynet til andelseierens interesse.

Arbeidsgruppen uttaler at det er viktig at det enkelte forvaltningsselskap etablerer rutiner som kan bidra til deltakelse på andelseiermøte, herunder å legge til rette for elektronisk stemmegivning og gjøre det enkelt å benytte stemmefullmakter. Dette er vi enig i. Vi tar til etterretning at arbeidsgruppen foreslår at det gis en forskriftshjemmel om dette. I påvente av eventuelle forskriftsbestemmelser tar imidlertid Verdipapirfondenes forening sikte på å utarbeide en bransjenorm som vil inneholde nærmere regler om innkalling og gjennomføring av andelseiermøtet.

Vedtekter og prospekt

Arbeidsgruppen har foretatt en gjennomgang av hvilken informasjon som bør framgå av hhv vedtekter og prospekt. Denne gjennomgangen er dels foretatt fordi dette ikke ble gjort i forbindelse med tilpasningen til EØS-avtalen i 1993, da regler om prospekt ble innført i verdipapirfondloven.

Vi er enige med arbeidsgruppen i at vedtektene fortsatt bør være sentralt som identifikasjon av fondet og som styringsdokument i forvaltningsselskapenes forvaltning. Vi deler videre

arbeidsgruppens oppfatning om at det vil være prospektet, i tillegg til nøkkelinformasjonen, som er den primære informasjonskilden for investorene. Med bakgrunn i direktivets krav til hvor opplysningene skal eller bør framkomme, har arbeidsgruppen foreslått at enkelte opplysninger som i dag framgår av vedtektene, i stedet tas inn som krav til opplysninger i prospekt. Dette gjelder opplysninger om forhold som ikke kan sies å identifisere fondet og fondets viktigste egenskaper. Arbeidsgruppen skriver at den ved vurderingen av hvilke opplysninger som bør stå i vedtektene, har det sentrale, ved siden av direktivkravene, vært om opplysningene antas å være av en slik viktighet at de ikke skal kunne endres uten at man må gjennom prosedyrekravene knyttet til vedtektsendringer.

Etter vår vurdering har arbeidsgruppen foretatt en god vurdering av hvilke opplysninger som bør framgå av hhv vedtekter og prospekt. Vi oppfatter arbeidsgruppens forslag som hensiktsmessig og slutter oss fullt ut til det.

Markedsføring av utenlandske non-UCITS

Arbeidsgruppen viser til at et av vilkårene for å få tillatelse til å markedsføre utenlandske non-UCITS i Norge, er at verdipapirfondet og forvaltningen av det oppfyller de krav som gjelder for å drive virksomheten i hjemlandet og disse kravene gir investorene i Norge en beskyttelse "minst på linje med" den beskyttelse de har ved investeringer i norske verdipapirfond.

Arbeidsgruppen viser til at norske myndigheter ved praktiseringen av disse bestemmelsene har lagt til grunn at både fondets organisering og drift, samt fondets mulige investeringsbegrensninger skal gi den samme beskyttelse som man har ved investeringer i norske verdipapirfond. For å få markedsføringstillatelse kreves det i tråd med denne forvaltningspraksisen at det utenlandske fondet ikke kan ha unntak fra UCITS-reglene ut over det som følger av verdipapirfondloven for norske fond. I praksis har dette medført nærmest et markedsføringsforbud for utenlandske non-UCITS. Vi legger til grunn at dette ikke har vært tilsiktet, og foreslår derfor at reglene endres. Etter vår vurdering bør det presiseres at kravet til beskyttelse "minst på linje med" begrenses til å gjelde fondets organisering og drift.

4

Derivater

Arbeidsgruppen foreslår at enkelte bestemmelser om derivater i verdipapirfond flyttes fra forskrift til lov, jf. lovutkastet § 7-4. Disse bestemmelsene har fått ny ordlyd, men i spesialmotivene framgår det at hensikten er å videreføre gjeldende rett. Bestemmelsen har til hensikt å gjennomføre artikkel 50 (g) i direktivet, men ordlyden er utformet på en annerledes måte enn i direktivet. Vi er usikre på om dette innebærer et snevrere investeringsområde for norske verdipapirfond enn det som følger av direktivet, og vil derfor anmode departementet om å vurdere den foreslåtte ordlyden opp mot direktivet.

Arbeidsgruppen skriver for øvrig at den ikke har hatt kapasitet til å gjennomgå gjeldende forskriftsbestemmelser, og foreslår derfor at disse videreføres (med enkelte språklige endringer).

Vi er kjent med at arbeidsgruppen i sitt videre arbeid skal gjennomgå og foreslå endringer i forskrift til verdipapirfondloven med sikte på å gjennomføre EU-Kommisjonens direktiv 2007/16/EC om klargjøring av visse definisjoner. Dette innebærer at arbeidsgruppen dermed vil måtte vurdere endringer i forskriftsbestemmelsene om derivater. I den forbindelse vil vi tilrå at arbeidsgruppen også bør foreta en grundig og mer helhetlig gjennomgang av derivatbestemmelsene. Blant annet bør man se nærmere på ordlyden i samleforskriftens § 7-2 første ledd som lyder:

"Et verdipapirfonds totale eksponering knyttet til derivater kan ikke overstige verdien av fondets midler".

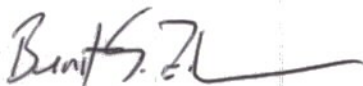
Vi oppfatter denne bestemmelsen som noe uklar og reiser dessuten spørsmålet om den er i samsvar med art 41 i Kommisjonsdirektivet 2010/43/EC hvor det framgår at fondets totale eksponering også kan fastsettes ut fra markedsrisikoen i porteføljen (Value-at-Risk).

Øvrige merknader

Avslutningsvis følger noen merknader av mer teknisk karakter:

- Arbeidsgruppen foreslår å erstatte "bankinnskudd" med "innskudd i kredittinstitusjon", men gjennomfører ikke dette konsekvent i lovutkastet jf. §§ 7-2 og 7-8, ref. §§ 1-2 og 7-1.
- Gjeldende § 8-2 femte ledd, som er inntatt som del av spesialfondsreguleringen og satt i kraft fra 1.7.2010, er falt ut av lovutkastet. Vi antar at dette ikke er tilsiktet.
- I lovutkastet § 7-10 annet ledd fastsettes det en konsolidert grense for eksponering mot selskap i samme konsern på 20 prosent. Bestemmelsen henviser også til § 7-8 første ledd nr. 4 (dvs. særskilt sikrede obligasjoner), hvor begrensningen er satt til 25 prosent – nettopp fordi slike papirer har en kredittrisiko som er uavhengig av morselskapet. Vi antar derfor at henvisning til § 7-8 første ledd nr. 4 er feil.
- I lovutkastet § 4-11 fjerde ledd framgår det at kursen skal "offentliggjøres". I gjeldende vpfl § 6-1 annet ledd framgår det at andelsverdien (dvs. kursen) skal "kunngjøres". Arbeidsgruppen kommenterer ikke hvorfor ordbruken endres, og vi legger derfor til grunn at dette ikke representerer noen materiell endring.
- I forskriftsutkastet § 10-1 er det i første ledd b) henvist til forskriftens § 7-1 første ledd. Riktig henvisning skal være § 7-2 første ledd.

Med vennlig hilsen
Verdipapirfondenes forening - næringspolitikk



Bernt S. Zakariassen
Direktør